



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

Analista
Carolina García
Tel. (56-2) 433 5200
carolina.garcia@humphreys.cl

Fondo Mutuo BBVA Liquidez Dólar

Enero 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

| Categorías de riesgo | |
|----------------------|-----------------------|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Cuotas | AA fm |
| Riesgo de mercado | M1 |
| Tendencia | Estable |
| Estados Financieros | Diciembre 2011 |
| Administradora | BBVA Asset Management |

Opinión

Fundamento de la clasificación

De acuerdo con lo establecido en su reglamento interno, **Fondo Mutuo BBVA Liquidez Dólar** (en adelante **FM Liquidez Dólar**), tiene como objetivo ser una alternativa de ahorro y liquidez para aquellas personas naturales y jurídicas interesadas en realizar operaciones financieras de corto plazo en moneda estadounidense, a través de un fondo cuya cartera esté compuesta por títulos de deuda de corto, mediano y largo plazo, emitidos por instituciones tanto nacionales como extranjeras, pero cuya duración promedio no supere los 90 días.

El fondo comenzó sus operaciones en diciembre de 2004 y es administrado por BBVA Asset Management (en adelante BBVA Asset Management), sociedad filial del Banco BBVA, entidad bancaria clasificada en “Categoría Baa3”, a escala global, para sus obligaciones en moneda extranjera de corto plazo (*BBB-* para obligaciones financieras de largo plazo en moneda extranjera¹). Según información al 31 de octubre de 2012, el patrimonio administrado por el fondo ascendía a US\$ 186,35 millones, con un promedio de US\$ 148,8 millones para los últimos doce meses.

Entre las fortalezas del **FM Liquidez Dólar**, que permiten sustentar la clasificación de riesgo de sus cuotas en “Categoría AA fm”, destacan las características propias de su cartera de inversiones, orientada, según los antecedentes históricos, a instrumentos de bajo riesgo crediticio expresados, mayoritariamente, en la moneda funcional del fondo. Además, se valora la rentabilidad superior al mercado tipo y adecuada liquidez de sus activos.

¹ Se considera la clasificación del Banco BBVA informada por Moody's a octubre de 2012.

Adicionalmente, la clasificación de las cuotas incorpora como factor positivo la administración de BBVA Asset Management, entidad que, en opinión de **Humphreys**, posee una muy alta capacidad de gestión en cuanto a su habilidad para administrar fondos, lo que permite presumir una baja probabilidad de un deterioro significativo en el nivel de riesgo actual de las cuotas. Esto se refuerza por la experiencia de BBVA Asset Management en la administración de fondos mutuos, en particular respecto a la administración de fondos de deuda de corto plazo, que bordea los quince años en el mercado. En esta misma línea, la clasificadora considera positivo el nivel de profesionales que posee la administradora, tanto en capacidad como en integración con el resto del grupo. También se reconoce que la valorización del fondo es consistente con el valor de liquidación real de sus activos.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación de riesgo se encuentra acotada por el hecho de que la composición de la cartera de inversión, según los límites establecidos en el reglamento interno del fondo, podría presentar variaciones significativas en cuanto a riesgo crediticio de los emisores, lo cual trae consigo un deterioro potencial en el riesgo de las cuotas. En este sentido, se destaca que el riesgo crediticio evidenciado -según la metodología de la clasificadora- en el indicador de pérdida esperada² ha presentado una tendencia creciente y volátil en el periodo analizado. A pesar de este riesgo identificado, un atenuante es la experiencia propia del fondo, que persistentemente ha invertido en instrumentos locales³, y las restricciones que se impone la sociedad administradora sobre la evaluación del riesgo de contraparte (autorizados por su matriz). Si bien existe amplitud de definición acerca de la calificación de los emisores en el reglamento interno, hay que destacar que esta situación es transversal a la industria de fondos mutuos en Chile.

El riesgo de mercado asignado corresponde a M1, ya que el fondo consistentemente ha presentado una baja exposición de mercado. Esto se relaciona con una cartera expresada principalmente en la moneda funcional del fondo⁴ (77% como promedio 2009-2012 YTD), y con un promedio de inversión en pesos en torno al 18% para los últimos 24 meses.

Durante el periodo analizado, el fondo ha incumplido el margen máximo por emisor que se establece en el reglamento interno. Sin embargo, estos excesos han sido de carácter pasivo (producto de un aumento de la importancia relativa de una inversión ante una disminución del patrimonio administrado) y se han solucionado dentro de los plazos establecidos en la ley. Cabe

² Mayor detalle en apartado "Volatilidad del fondo".

³ En promedio, la cartera nacional ha representado 93% del activo del fondo durante los últimos doce meses.

⁴ Dólar de los Estados Unidos.

señalar que estos excesos muestran un comportamiento irregular para el lapso bajo estudio⁵. La duración promedio de la cartera, en tanto, se ha mantenido dentro de los plazos definidos por el reglamento, promediando 47 días en los últimos tres años⁶.

La perspectiva de clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*"⁷, principalmente, porque no se visualizan cambios relevantes en el futuro próximo en las variables que determinan la clasificación de riesgo. Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación de riesgo queda sujeta al desarrollo que presente la cartera de inversiones.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la cartera de inversiones no sufra deterioros en su nivel de riesgo, en especial que estabilice y en lo posible reduzca la tendencia creciente que muestra la pérdida esperada de la cartera, y que la administradora mantenga los actuales estándares de calidad.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Cuotas con muy alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio.

Categoría M1

Cuotas con la más baja sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.

Antecedentes generales

Administración del fondo⁸

Fondo Mutuo BBVA Liquidez Dólar es administrado por BBVA Asset Management Administradora General de Fondos S.A., sociedad filial de Banco BBVA Chile (99,9% es propiedad de Banco BBVA Chile y 0,1% de BBVA Asesorías Financieras S.A.). El banco, a su vez,

⁵ Ver apartado "Objetivos del fondo".

⁶ Considera el periodo comprendido entre noviembre de 2010 y octubre de 2012.

⁷ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

⁸ La presente sección se basa en información otorgada por la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos (AAFF).

pertenece al grupo BBVA, presente en el país a través de AFP Provida, Forum Servicios Financieros, y BBVA Seguros de Vida.

BBVA Asset Management administró durante mayo de 2012 un total de 38 fondos, de los cuales 36 correspondieron a fondos mutuos y el resto a fondos para la vivienda. El patrimonio total de fondos mutuos administrados ascendió aproximadamente a US\$ 1.442 millones, lo que correspondió a un 4,1% de participación de mercado en ese rubro.

El cuadro presenta la distribución por tipo de fondos mutuos administrados a esa fecha:

Cuadro 1: BBVA Asset Management. Distribución por tipo de fondos administrados (mayo 2012)

| Distribución por tipo de fondos | |
|-----------------------------------|--------|
| Deuda corto plazo menor a 90 días | 78,04% |
| Deuda corto plazo mayor a 90 días | 2,96% |
| Mediano y largo plazo | 7,05% |
| Mixto | 2,97% |
| Capitalización | 3,57% |
| Garantizados | 5,42% |

Experiencia como administrador

En opinión de **Humphreys**, la experiencia con que cuenta la sociedad en la administración de activos por riesgo y cuenta de terceros se sustenta en:

- Tener respaldo del grupo BBVA, grupo con más de 150 años de experiencia y con elevado nivel de activos⁹.
- Tener experiencia en la administración de fondos en torno a los quince años (primer fondo lanzado en 1997).
- Administrar una cartera con alrededor de 37 mil partícipes (SVS, junio 2012).

Estructura organizacional

El directorio de la sociedad está presidido por Ignacio Lacasta, y está compuesto por cuatro miembros, que sesionan mensualmente (dejando formalizado en actas las resoluciones acordadas en las juntas directivas). Sobre ellos recae la responsabilidad de definir las distintas estrategias que seguirá la sociedad administradora, así como velar por su correcto desempeño.

⁹ Según lo informado a diciembre de 2011 el grupo cuenta con € 597.688 millones en activos.

Asimismo, esta instancia es la encargada de supervisar la adecuada materialización de las diferentes políticas y estrategias definidas para cada uno de los fondos administrados.

A continuación se presentan los miembros que conforman el directorio de la administradora en la actualidad:

Cuadro 2: Directorio BBVA Asset Management.

| Nombre | Cargo |
|--------------------------------|------------|
| Ignacio Lacasta Casado | Presidente |
| Phillip Sumar Saxonis | Director |
| Gregorio Ruiz-Esquide Sandoval | Director |
| Alfonso Lecaros Eyzaguirre | Director |
| Salvador Milán Alcaraz | Director |

El directorio de la sociedad está compuesto tanto por ejecutivos de BBVA Chile, como por profesionales de experiencia en el sector financiero, lo que refuerza la integración estratégica de la sociedad administradora dentro del *holding* y alinea sus objetivos con los de su matriz.

Administración

La gerencia general de la sociedad recae sobre Francisco Bustamante del Rio, quien asumió el cargo en marzo de 2012 y cuenta con una vasta experiencia en el grupo. Su objetivo principal es la planificación estratégica y táctica de la empresa, así como supervisar y controlar el normal desempeño de las funciones que realizan las distintas áreas que conforman la sociedad administradora y que, en definitiva, sustentan la gestión de los fondos.

La organización de BBVA Asset Management se enlaza con la estructura del grupo, siendo apoyada por las distintas áreas funcionales, lo que le permite beneficiarse de la estructura global de la compañía.

Para obtener mayor información acerca de la administradora visite nuestra página web (www.humphreys.cl), donde se encuentra el Informe de Clasificación con un análisis detallado de BBVA Asset Management.

Fondo y cuotas del fondo

Objetivos del fondo

En virtud de lo señalado en el reglamento interno, la política de inversiones tiene como propósito la adquisición instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, manteniendo en todo momento una cartera de inversión con una duración promedio no superior a los 90 días. La moneda de inversión del fondo es el dólar de Estados Unidos, pudiéndose conformar una cartera diversificada en términos de países, según las posibilidades que otorga el reglamento del fondo.

En términos específicos, la política de inversión estipulada en el reglamento interno establece, entre otras cosas, que:

- Podrá invertir en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo. Para los instrumentos con horizonte mayor a tres meses, el límite de inversión es 25% del activo del fondo.
- La duración promedio de la cartera no debe superar los 90 días;
- En términos de clasificación de riesgo, sólo se podrá invertir en valores de emisores nacionales, cuya clasificación equivalga a "BBB", "N-2", o superiores.
- Podrá mantener dentro de su cartera instrumentos de deuda de emisores nacionales o extranjeros.
- Por lo menos un mínimo del 60% de su activo en disponible e inversiones debe estar expresado en moneda dólar de los Estados Unidos de Norteamérica.
- Se podrá invertir en instrumentos derivados y realizar otras operaciones autorizadas (operaciones de compra de instrumentos de oferta pública con promesas de venta). Estas operaciones deben ceñirse a lo establecido en la normativa vigente que corresponda a cada caso (Norma de Carácter General N° 204 para la inversión en instrumentos derivados, y Circular N° 1.797 para la adquisición de instrumentos de compra con promesa de venta).

En la práctica, **FM Liquidez Dólar** ha presentado una cartera de inversión conformada en su mayoría por depósitos de corto plazo y en menor medida (y especialmente en 2010¹⁰), pagarés de empresas (98,12% y 1,34% promedio para el horizonte bajo estudio, respectivamente), emitidos por instituciones que cuentan con una clasificación de riesgo “Categoría A” o superior (a octubre de 2012 el 76,1% alcanzaba una nota mayor o igual a AA-), lo que está por sobre de las exigencias mínimas establecidas en su reglamento. Cabe destacar que a partir de 2010, el fondo ha asumido un mayor riesgo en su cartera de activos, lo cual se manifiesta en el aumento de la participación de instrumentos en donde el emisor posee clasificaciones de largo plazo en “Categoría A”, aun cuando la cartera; se encuentra, en todo momento, dentro de los límites normados. La cartera ha cumplido además con la duración permitida –manifestado en un *duration* promedio de 47,5 días para los últimos tres años- y las restricciones de moneda estipuladas, esto último reflejado en que a octubre de 2012, el 82% de su cartera se encontraba expresada en la moneda funcional del fondo.

Durante el horizonte estudiado el fondo ha incumplido constantemente los límites de inversión por emisor estipulados en el reglamento, promediando 2 emisores con excesos por cierre, con una magnitud promedio mensual que asciende a 3% para igual periodo. Cabe señalar, que según lo informado por la administradora, los excesos han sido de carácter pasivo.

En opinión de **Humphreys**, el reglamento de **FM Liquidez Dólar** restringe de manera adecuada las operaciones adicionales que puede realizar el fondo. Sin embargo, en relación a la clasificación de riesgo de los emisores en los cuales puede invertir, existe la posibilidad de deterioro en el nivel de riesgo crediticio. A pesar de este último aspecto, en la práctica el portafolio ha sido administrado de tal manera que su riesgo crediticio se ha mantenido acotado a lo largo de los últimos años concentrándose preferentemente en instrumentos nominados en dólar estadounidense y en menor medida en pesos¹¹.

Composición del fondo

Actualmente, el fondo cuenta con tres series de cuotas, las que se diferencian por montos mínimos de inversión y remuneración que cobra la administradora. A continuación se presenta una breve descripción de cada una de las series:

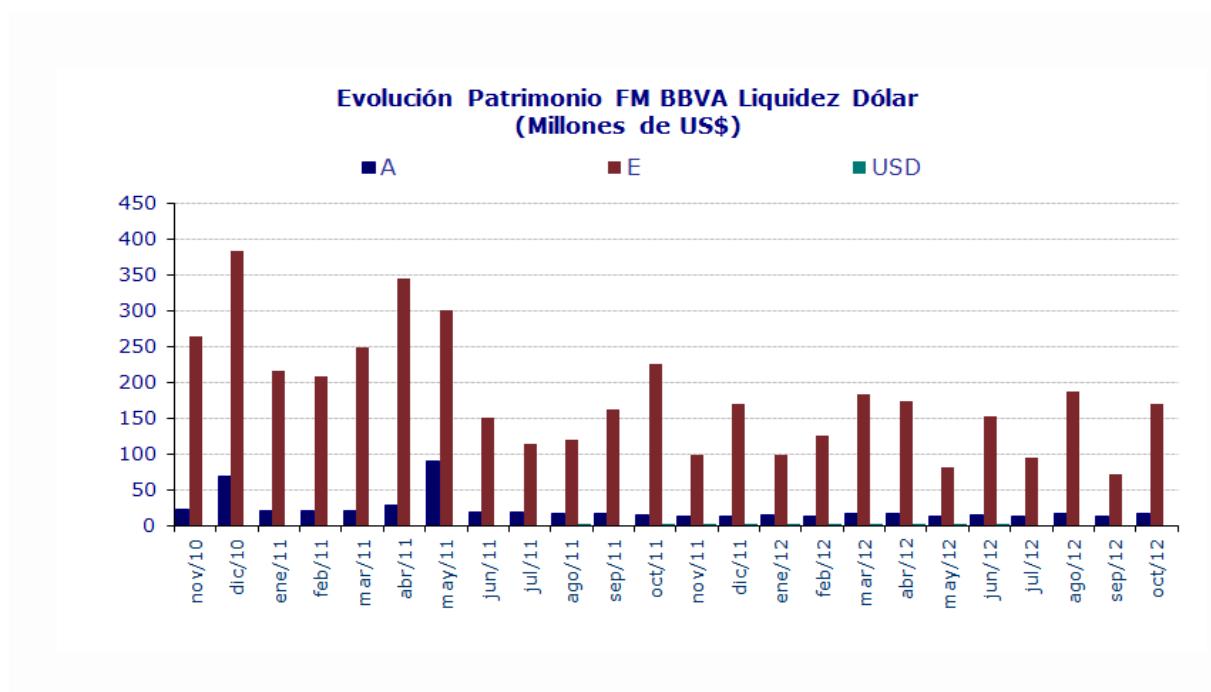
¹⁰ Durante 2011, la inversión en PE alcanzó su máximo en el mes de noviembre, cuando representó el x6% de la cartera de inversión nacional.

¹¹ En promedio, los últimos 24 meses el 81,79% de las inversiones se encuentran expresadas en USD y el 18,21% en pesos.

Cuadro 3: FM Liquidez Dólar. Resumen series de cuotas.

| Serie | Requisitos de Ingreso | Patrimonio (promedio últimos doce meses) US\$MM |
|-------|-----------------------|---|
| A | - | 14,61 |
| E | US\$ 50.000 | 134,20 |
| USD | US \$5.000 | 0,011 |

Al 31 de octubre de 2012 el fondo presentaba un tamaño aproximado de US\$ 186,4 millones, siendo la serie E, la de mayor importancia con US\$ 169,5 millones. En términos generales, el fondo ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos dos años, pasando de un promedio anual de US\$ 258,2 millones para el periodo noviembre de 2010 a octubre de 2011, a un valor de US\$ 148,8 millones en los últimos doce meses analizados, como se puede apreciar en el siguiente gráfico:



Al analizar la evolución del fondo durante los últimos dos años –noviembre de 2010 a octubre de 2012- se observa una disminución en su participación de mercado¹², la que según datos entregados por la SVS, al mes de octubre de 2012 alcanzaba un 7,34%. Su relevancia en la cartera de fondos tipo 1 de BBVA Asset Management¹³, también decayó, pasando de un promedio de 26,4% entre noviembre 2010 y octubre 2011 a un 16,9% durante los últimos doce meses. En términos de activos, el fondo está orientado fuertemente a depósitos a plazos de bancos locales; es así como durante el presente año la totalidad de sus inversiones corresponden a dichos títulos. El cuadro siguiente muestra la evolución de las principales inversiones:

Cuadro 4: FM Liquidez Dólar. Distribución inversiones por tipo de instrumento.

| Instrumento | Promedio 2009 | Promedio 2010 | Promedio 2011 | Promedio 2012 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| DPC | 97,87% | 96,49% | 98,13% | 100,00% |
| PE | 0,54% | 3,44% | 1,39% | 0,00% |
| BE | 1,10% | 0,03% | 0,04% | 0,00% |
| PDBC | 0,49% | 0,03% | 0,44% | 0,00% |

Manejo de conflictos de interés

Para efectos del tratamiento y manejo de los conflictos de interés que puedan surgir dentro de las operaciones de la administradora, BBVA Asset Management cuenta con el manual de “gestión de conflicto de intereses AGF”, donde se establecen los criterios generales y específicos para su manejo.

Dentro de este contexto, BBVA Asset Management norma las actividades de sus empleados al momento de gestionar patrimonios por cuenta de terceros a través de la administradora, quienes además se encuentran en constante fiscalización para asegurar el cumplimiento de las normas. La finalidad del manual es dar un marco de acción adecuado para la toma de decisiones de inversión cuando existen posibles variables que inciden en forma similar entre distintos fondos, así como, dar las herramientas para garantizar un trato igualitario de los partícipes, independiente de su fondo y, por último, dar a conocer los mecanismos existentes para controlar, evitar y solucionar los posibles conflictos de interés que surjan, definiendo claramente el rol y responsabilidad de cada involucrado ante una eventual situación irregular.

¹² Se considera la participación de mercado (medida como patrimonio administrado) sobre la base de los fondos mutuos tipo 1, en dólar, de la industria.

¹³ Como fondos comparables se considera a los fondos mutuos tipo 1, en todas las monedas, administrados por BBVA Asset Management.

El departamento de control interno de la administradora realiza fiscalizaciones en función de los riesgos asociados a cada unidad operativa que pueda ser susceptible de generar conflicto de interés.

De acuerdo con la política enunciada por la administradora, en caso que un conflicto de interés no haya podido prevenirse, debe resolverse garantizando una igualdad de trato, y actuar de modo transparente y diligente en pro del interés de sus clientes, comportándose en forma similar a la que se tendría a si correspondiera a una posición propia.

A juicio de **Humphreys**, las políticas para evitar el surgimiento de eventuales conflictos de interés se encuentran adecuadamente definidas y dentro de los estándares de exigencia que se observan en el mercado local.

Remuneraciones y comisiones

La remuneración por los servicios se aplica al monto que resulta de deducir el valor neto diario del fondo antes de remuneración, los aportes recibidos previo al cierre de operaciones del fondo y de agregar los rescates que corresponda liquidar en el día, esto es, aquellos rescates solicitados antes de dicho cierre. El fondo contempla, además, pago un cobro por gastos de operación.

El siguiente cuadro presenta la estructura de remuneraciones estipulada en el reglamento interno vigente:

Cuadro 5: FM Liquidez Dólar. Remuneraciones.

| serie | Remuneración (máx. anual IVA incluido) | Gastos de operación (máx. anual sobre patrimonio serie) |
|-------|---|---|
| A | 1,1% | 0,40% |
| E | 0,7% | 0,40% |
| USD | 1% | 0,40% |

Según el cierre del ejercicio de 2011, la AGF había recaudado por concepto de remuneración del fondo US\$ 2,3 millones.

Política de endeudamiento

El reglamento interno del fondo señala que BBVA Asset Management podrá acudir ocasionalmente a créditos bancarios de corto plazo, con un plazo de vencimiento de hasta 365 días y por una cifra equivalente al 20% del patrimonio del fondo, a cuenta del mismo, con el propósito de pagar rescates de cuotas y de realizar operaciones autorizadas por la SVS. De acuerdo con lo informado por los estados financieros de diciembre de 2011, el fondo no presentaba obligaciones por este ítem.

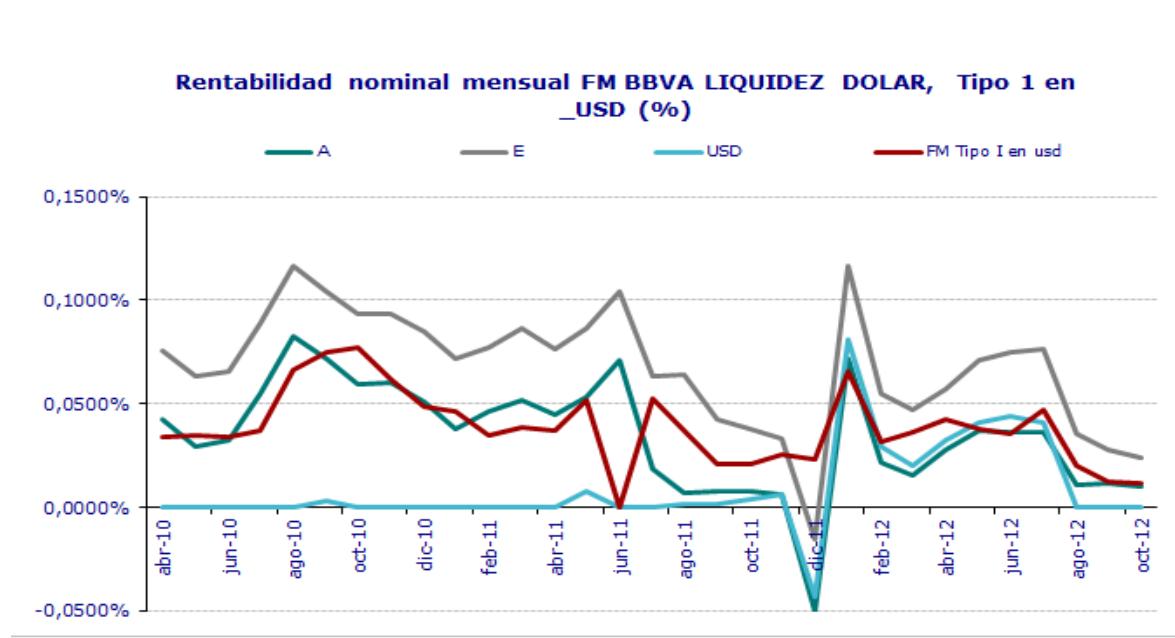
Comportamiento del fondo y las cuotas

Rentabilidad y riesgo

En términos comparativos, y considerando el efecto de las remuneraciones, en los últimos dos años la rentabilidad de sus series ha evolucionado de forma muy similar a la rentabilidad de los fondos comparables¹⁴. En la práctica, el promedio mensual de la rentabilidad nominal de cada una de las series del **FM Liquidez Dólar** para los últimos 24 meses, reafirma el objetivo planteado de ser una alternativa de inversión de corto plazo en moneda estadounidense (con mayor flexibilidad), alcanzando indicadores de 0,029%, 0,062% y 0,011% para las series A, E y USD, respectivamente, en tanto que el mercado tipo mostró un promedio de 0,037%. Cabe destacar que la serie E (inversionista), ha mostrado un rendimiento superior al mercado comparable; en contraste, la serie USD registra movimientos esporádicamente¹⁵. El gráfico que sigue muestra la evolución de la rentabilidad nominal de las series del fondo, junto con el rendimiento del mercado tipo I en dólar, definido anteriormente.

¹⁴ Benchmark definido para fondos *money market* en pesos.

¹⁵ Entre noviembre de 2010 y octubre de 2012, el solo el 42% de los meses presenta rentabilidad distinta de cero.



A continuación se muestra un análisis rentabilidad para el **FM Liquidez Dólar** en relación a los fondos tipo I, en dólar, de la industria (rentabilidades en base mensual):

Cuadro 6: FM Liquidez Dólar. Análisis Rentabilidad: Rentabilidad base mensual.

| BBVA liquidez dólar | A | E | USD | FM Tipo I en USD |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| Rentabilidad Mes Actual | 0,010% | 0,024% | 0,000% | 0,012% |
| Rentabilidad Mes Anterior | 0,012% | 0,028% | 0,000% | 0,012% |
| Últimos seis meses | 0,024% | 0,052% | 0,021% | 0,028% |
| Últimos 12 meses | 0,020% | 0,050% | 0,021% | 0,033% |
| Rentabilidad YTD 2012 | 0,028% | 0,059% | 0,029% | 0,034% |
| Des Est (12 meses) | 0,029% | 0,033% | 0,031% | 0,015% |
| C. Variación (12 meses) | 1,453 | 0,658 | 1,494 | 0,470 |

Las rentabilidades anualizadas se presentan a continuación:

Cuadro 7: FM Liquidez Dólar. Análisis Rentabilidad: Rentabilidad anualizada.

| BBVA liquidez dólar | A | E | USD | FM Tipo I en USD |
|---------------------------|--------|--------|--------|------------------|
| Rentabilidad Mes Actual | 0,126% | 0,293% | 0,000% | 0,143% |
| Rentabilidad Mes Anterior | 0,139% | 0,335% | 0,000% | 0,146% |
| Últimos seis meses | 0,287% | 0,622% | 0,252% | 0,331% |
| Últimos 12 meses | 0,236% | 0,606% | 0,252% | 0,391% |
| Rentabilidad YTD 2012 | 0,337% | 0,705% | 0,347% | 0,410% |
| Promedio (24 meses) | 0,349% | 0,749% | 0,134% | 0,422% |

La conclusión que se desprende del anterior análisis es que el **FM Liquidez Dólar** presenta desempeños competitivos a nivel de la industria, incluso superiores a los de los fondos *money market* en dólares en algunas de sus series, por lo que cumple con los objetivos que se ha trazado en cuanto a tener una rentabilidad similar a la de un depósito a plazo. Se destaca que estos rendimientos, van de la mano con una mayor volatilidad, tal como se aprecia en el coeficiente de variación presentado en el cuadro 6.

Volatilidad del fondo (riesgo del portafolio)

Dado que la estructura del portafolio de inversiones se concentra mayoritariamente en instrumentos cuyos emisores son clasificados en “Categoría AA-” o superior (a octubre de 2012 alcanzan una concentración de 76,1%), y que la mayor parte de sus inversiones presentan niveles de riesgo superiores o iguales a N-1, se puede presumir que su cartera presenta un riesgo por *default* que puede considerarse reducido. Ahora bien, es importante destacar el aumento de la importancia de emisores clasificados en “Categoría A” en la cartera de inversión, que ha pasado de un promedio de 15,1% en 2009, a un promedio de 27,6% para los primeros diez meses de 2012.

Según las pérdidas asociadas por **Humphreys** a las distintas categorías de riesgo y considerando la conformación de la cartera del fondo, a octubre de 2012 ésta tendría una pérdida esperada¹⁶ del orden del 0,002%, mostrando una tendencia creciente y volátil, a lo largo del horizonte estudiado. De hecho, al analizar el desempeño del indicador ajustado¹⁷ para el periodo 2009-2012, se observa que éste ha aumentado (se debe tener presente que la duración de la cartera es inferior a un año), aunque se debe considerar que el promedio que incluye datos anteriores a febrero de 2011, se ve afectado por inversiones en emisores que, en la actualidad,

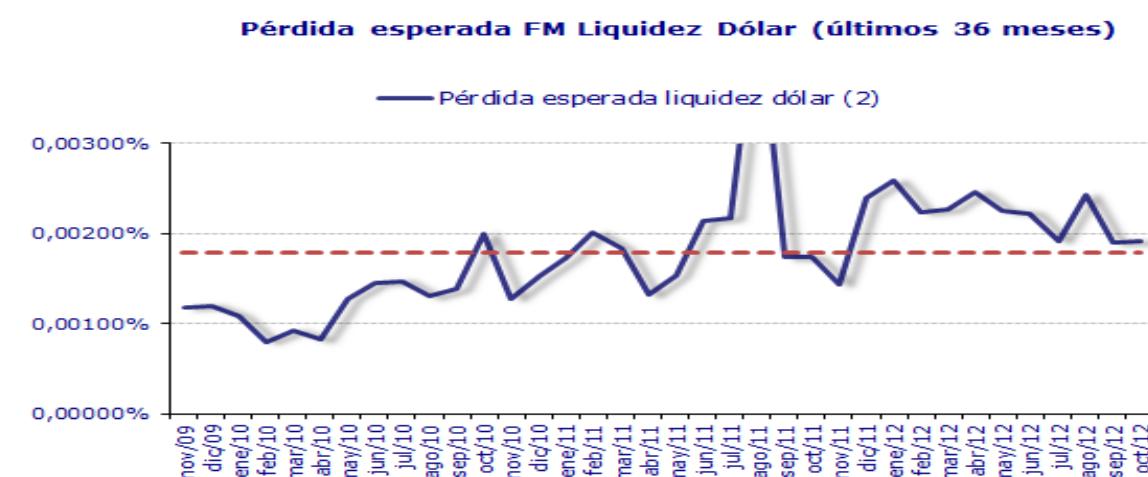
¹⁶ Indicador de pérdida esperada ajustada corrige pérdida esperada de cartera nacional por cartera extranjera.

¹⁷ Indicador que excluye efecto de emisores que modificaron abruptamente su clasificación de largo plazo.

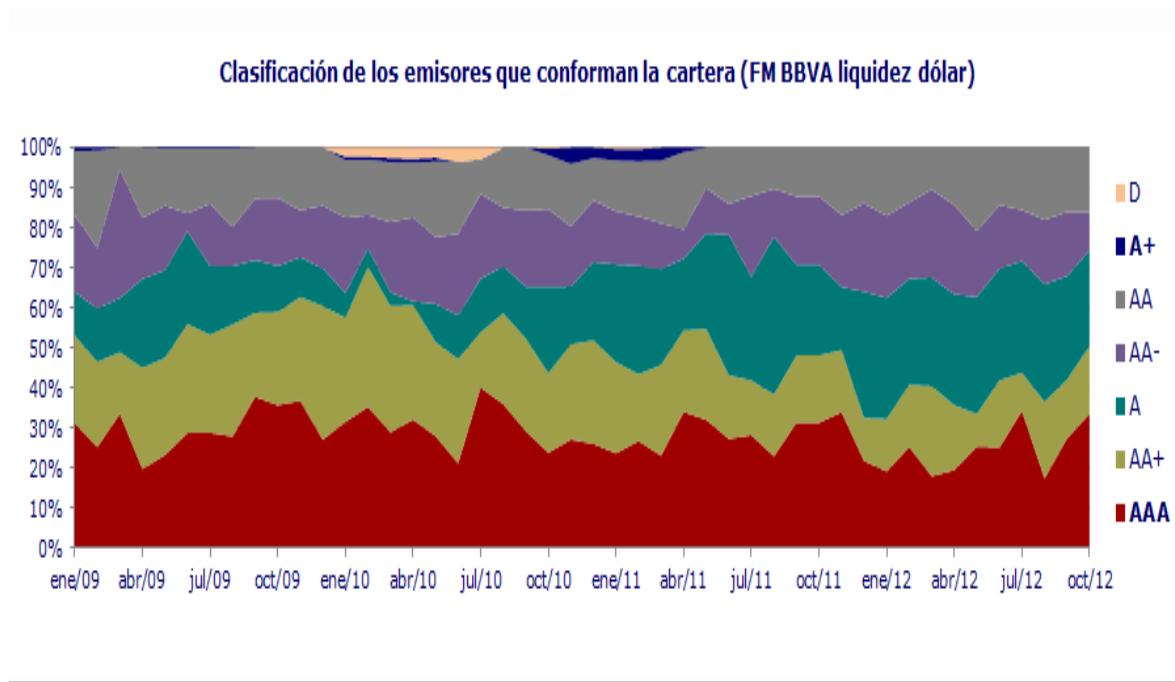
se encuentran en categoría "D". Sin embargo, es importante destacar que dicha inversión no implica una infracción al reglamento interno. El gráfico que sigue muestra el comportamiento del indicador para el horizonte analizado:



Con el objetivo de eliminar el efecto de *outliers*, se calculó nuevamente el indicador de pérdida esperada, de manera tal de poder analizar la evolución efectiva del riesgo crediticio del portafolio. Los siguientes gráficos muestran la evolución del indicador durante los últimos tres años:



Para complementar el análisis respecto de la evolución del riesgo crediticio de la cartera, a continuación se muestra la composición de la misma en relación al *rating* asociado a cada emisor, con lo cual se logra apreciar la adecuada estabilidad estratégica con que se maneja el fondo:



A partir del gráfico anterior, se aprecia el incremento en inversiones clasificadas en “*Categoría A*”, a partir de 2010, lo cual trae asociado un aumento en la pérdida esperada anteriormente señalada.

Por su parte, los riesgos de mercado, se ven atenuados por el perfil de la cartera de inversiones, que se concentra principalmente en el corto plazo, y en su mayoría, en títulos expresados en dólar, de emisores nacionales (a octubre de 2012 sólo el 18% de la cartera se encuentra expresada en pesos).

Niveles de concentración (o diversificación del fondo)

El fondo debe cumplir con los requisitos mínimos de diversificación contemplados en el reglamento interno y la Ley N° 1.328, de modo que los excesos de inversión no están permitidos y, en el caso que ocurran -ya sea por efecto de fluctuaciones en el mercado o por causa ajena a la administradora-, la SVS deberá establecer en cada caso las condiciones y plazos en que

deberá procederse a la regularización de las inversiones, sin que el plazo que fije pueda exceder de doce meses.

A juicio de **Humphreys**, la política de diversificación, descrita al interior del reglamento interno, cuenta con un diseño acorde al tipo de negocio que se planea desarrollar, limitando aspectos tales como, el grado de concentración por emisor y por grupo empresarial.

En lo referente a la concentración por emisor establecida en el reglamento interno (no más de 10% del activo), el fondo ha incumplido con lo establecido; sin embargo, esta situación ha sido de carácter pasivo, debido a la actual condición del mercado en donde las alternativas de inversión se encuentran bastante restringidas y por lo mismo este es un factor transversal a la industria de fondos mutuos. No obstante, el fondo ha mostrado un comportamiento inestable en cuanto a límites por emisor, alcanzando un promedio mensual de 3,16% de excesos de inversión en lo que va de 2012.

Como se muestra en el Cuadro 4, la cartera de inversión está casi totalmente compuesta por depósitos a plazo nominales de bancos nacionales (100% de cartera nacional, promedio YTD 2012), los que presentan una baja diversificación por emisor, incumpliendo la política de diversificación anteriormente mencionada (máximo de un 10% invertido en un emisor). A octubre de 2012 ocho emisores concentran el 72,96% de las inversiones y en dos de ellos se incumple el reglamento. Los niveles de diversificación de la cartera no se encuentran de acuerdo a las políticas establecidas en el reglamento interno del fondo.

Cuadro 8: Diversificación de los emisores Fondo Liquidez Dólar

| Principales emisores | % del activo del fondo | | | | clasificación de largo plazo |
|----------------------|------------------------|---------------|---------------|-------------------|------------------------------|
| | promedio 2009 | promedio 2010 | promedio 2011 | promedio 2012 YTD | |
| Corpbanca | 8,37% | 8,99% | 9,39% | 9,76% | AA- |
| BCI | 6,54% | 8,95% | 10,35% | 7,82% | AA+ |
| Banco Santander | 7,19% | 6,89% | 7,34% | 7,17% | AAA |
| Banco Itaú | 4,99% | 9,37% | 7,36% | 6,65% | AA- |
| BancoEstado | 8,41% | 7,02% | 6,38% | 3,94% | AAA |
| Security | 6,06% | 4,46% | 6,29% | 8,88% | AA- |
| BBVA | 6,30% | 6,81% | 4,30% | 7,15% | AA+ |
| Consorcio | 0,00% | 6,53% | 9,35% | 9,14% | A |

Liquidez de la cuota

El reglamento interno del fondo establece que “cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier momento del tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo. Sin perjuicio de lo anterior, el partícipe podrá programar rescates, caso en el cual ejercerá su derecho en una fecha determinada, distinta a la fecha de presentación de la solicitud de rescate correspondiente, la cual deberá constar expresamente en la solicitud”. El pago de los rescates se hace dentro de un plazo no mayor a un día hábil bancario, contado desde la fecha de presentación de la solicitud pertinente.

Con respecto al nivel de transacción de las cuotas, cabe señalar que durante el período analizado, se ha logrado un equilibrio entre el número de cuotas rescatadas y aportadas, principalmente para la serie E.

Liquidez del fondo

La política de desinversión del fondo descansa principalmente en el hecho de que la cartera de inversión es principalmente de corto plazo, reduciendo así el riesgo de salida de sus inversiones. Por otro lado, el portafolio de inversión tiene un *duration* inferior a 90 días –promedio de 59 días entre enero de 2009 y octubre de 2012– y se concentra en papeles que presentan mercado secundario, los cuales son de bajo riesgo y presentan una liquidez suficiente. Sin embargo, a pesar de que a lo largo de su historia el fondo no se ha visto afectado por retiros significativos que puedan poner en riesgo la liquidez del fondo, evidencia una alta concentración de aportantes (a octubre de 2012 los ocho principales aportantes concentran el 38,5% del fondo), lo cual en opinión de **Humphreys** podría generar problemas de manejo de caja del fondo.

Valorización de las cuotas

El reglamento interno expresa que las cuotas del fondo se valoran diariamente y de acuerdo a la legislación vigente.

Según la Circular Nº 1.990 del año 2010, las sociedades que administran fondos mutuos tipo 1, que valorizan los instrumentos financieros de la cartera de inversiones al valor resultante de actualizar el o los pagos futuros de cada instrumento, utilizando como tasa de descuento la tasa interna de retorno implícita en la adquisición del instrumento (TIR de compra), deberán:

-
- a) Desarrollar y establecer con precisión y claridad políticas de liquidez y de realización de ajustes a precios de mercado en la valoración de los instrumentos que componen las carteras de inversión de este tipo de fondos, en forma periódica.

Dentro de las políticas de liquidez mencionadas destacan: monitorear descalces de liquidez, manejar los vencimientos de los instrumentos de la cartera y revisar la proporción de activos líquidos. Asimismo, en lo referido a la realización de ajustes a precios de mercado, señala que los precios considerados para este fin, podrán ser obtenidos mediante modelos de valorización de los instrumentos que conformen la cartera de inversión, siempre que dicha estrategia haya sido desarrollada por entidades independientes y sea representativa de los precios de mercado. En esta línea, la unidad de investigación financiera RiskAmerica¹⁸, es la encargada de proveer el sistema de valorización para la industria de fondos mutuos.

- b) Considerar la realización de pruebas de *stress testing* u otra técnica similar en forma periódica, sobre la cartera de inversiones del fondo para examinar variaciones en la rentabilidad de los instrumentos y de la cartera ante distintos escenarios de mercado.
- c) Proporcionar a los inversionistas y al público en general información del criterio de valorización utilizado, políticas de liquidez y realización de ajustes a precio de mercado, la forma de determinar el valor neto diario del fondo, la conversión de los aportes y liquidación de rescates entre otras.

De acuerdo a lo reportado al cierre de 2011, BBVA Asset Management realizó ajustes por diferencia de tasas, basándose en el Sistema Único de Precios que rige a la industria.

¹⁸ RiskAmerica fue desarrollado por una entidad independiente que cuenta con el respaldo académico de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Provee ingeniería financiera basada en investigación para la valorización y gestión del riesgo.

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."